

山西汾酒：开门红提振市场信心

山西汾酒投资者交流会点评

报告关键点：

- 购销两旺，业绩再上调；
- 省外扩张成战略重点；
- 与银基合作进一步提升品牌影响力

报告摘要：

- **购销两旺，业绩再上调：**一季度公司迎来了开门红，业绩同比增长95%，每股收益1.17元。其中，主力产品青花瓷销量达到约1000吨（去年全年1300多吨）。我们预计全年销量有望达到2000吨。另外，公司宣布从3月份开始对青花瓷30年（主力品种）提高出厂价20%，对去年推出的新品青花瓷20年和40年提价10%。因此我们预计仅青花瓷2011年销售额将达到16.38亿元，增长近1倍。按照当前这种发展势头，公司2015年集团销售额达100亿的目标预计在2013年底就能够提前实现，我们将公司2011年的盈利预测提高至每股收益2.18元。
- **省外扩张成战略重点：**公司在山西省内的市场占有率已经高达60%，占公司销售比重为约65%，因此省外市场是未来的增长点，公司计划未来省内、外的销售占比达到3:7。目前公司省外主要为北京、河北、河南、山东、陕西、内蒙等清香型传统市场。公司“十二五”规划重点是省外扩张，因此我们判断未来2-3年的营销费用将维持高位，但随着销售额的大幅提升，费用率将逐步下降，维持在24%-22%的水平。
- **与银基合作进一步提升品牌影响力：**除加强团购建设外，公司近期宣布选取“银基”作为55度40年青花汾酒和55度经典国藏汾酒的全球总经销商。“银基”是国内著名的白酒经销商，与五粮液、泸州老窖等知名国内外品牌有多年合作关系。我们认为公司此举旨在通过“银基”特殊的高端渠道提升公司产品的品牌形象。预计今年通过银基代理销售额达到2.3亿元，随后几年每年以20%的增速递增。
- **竹叶青未来成长空间巨大：**公司规划以汾酒、竹叶青双轮驱动的产品战略迎来汾酒历史上又一高速成长期。目前我们已经看到汾酒系列产品在青花瓷的带动下开始发力，但竹叶青的销售未见较明显地增长，2010年的销售额仅为2亿元，同为保健酒的劲酒2010年含税销售额约为20亿元。这也说明竹叶青未来成长空间巨大。从去年起，公司已经成立专门的销售团队运作竹叶青，并推出国酿、精酿和特酿取代过去档次较低的产品，这些都显示出公司对竹叶青这一产品寄予厚望，公司计划在2015年竹叶青的销售额达到15亿元。
- **调高盈利预测和投资评级：**随着营销体制改革和管理层换届，公司将进入新一轮快速成长期。调高2011-2013年的EPS分别为2.18元、3.12元和4.62元，对应29、20和14倍PE。考虑到公司未来高增长，给予公司2011年40XPE，6个月目标价为87元，作为二线白酒中流动性最好的公司，给予买入-B的投资评级。
- **风险提示：**白酒行业激烈的市场竞争和食品安全问题。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,143.5	3,016.6	4,825.0	6,749.8	9,241.9
Growth(%)	35.3%	40.7%	59.9%	39.9%	36.9%
净利润	457.9	601.9	1,023.7	1,466.7	2,172.6
Growth(%)	44.8%	39.3%	90.5%	43.3%	48.1%
毛利率(%)	74.9%	76.6%	78.7%	79.4%	79.6%
净利润率(%)	16.6%	16.4%	19.5%	20.0%	21.6%
每股收益(元)	0.82	1.14	2.18	3.12	4.62
每股净资产(元)	4.14	4.76	6.47	8.92	12.56
市盈率	76.6	55.0	28.9	20.2	13.6
市净率	15.2	13.2	9.7	7.0	5.0
净资产收益率(%)	25.6%	29.2%	36.6%	38.0%	40.0%
ROIC(%)	39.0%	47.7%	81.7%	103.8%	169.4%
EV/EBITDA	38.0	28.7	17.8	12.0	7.7

敬请参阅本报告正文后各页说明

评级：

买入-B

上次评级：增持-A

目标价格：

87.00 元

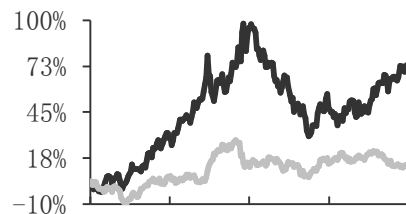
期限：6 个月 上次预测：70.00 元

现价（2011 年 05 月 23 日）：68.29 元

报告日期：2011-05-23

总市值(百万元)	27,196.29
流通市值(百万元)	27,196.29
总股本(百万股)	432.92
流通股本(百万股)	432.92
12 个月最低/最高	38.90/82.78 元
十大流通股股东(%)	78.78%
股东户数	21,070

12 个月股价表现



05/10 08/10 11/10 02/11

— 山西汾酒 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.44	(4.33)	51.45
绝对收益	5.09	2.34	50.10

李铁

 010-66581633
 执业证书编号

行业分析师

 litie2@essence.com.cn
 S1450511020014

前期研究成果

山西汾酒：产品结构升级，省外开拓成重点

2011-04-13

山西汾酒：百亿目标描绘发展宏图

2011-03-11

山西汾酒：业绩稳步增长，省外开拓成关键

2010-08-20

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-4-11		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2,143.5	3,016.6	4,825.0	6,749.8	9,241.9	营业收入增长率	35.3%	40.7%	59.9%	39.9%	36.9%
减: 营业成本	538.8	706.2	1,030.1	1,393.1	1,882.4	营业利润增长率	38.0%	32.6%	65.5%	43.5%	48.0%
营业税费	368.2	512.7	820.2	1,147.5	1,571.1	净利润增长率	44.8%	39.3%	90.5%	43.3%	48.1%
销售费用	363.9	581.5	1,061.5	1,485.0	1,848.4	EBITDA 增长率	35.9%	30.9%	57.9%	42.2%	46.6%
管理费用	201.9	304.3	486.8	681.1	932.5	EBIT 增长率	37.8%	32.3%	61.8%	42.7%	47.2%
财务费用	-2.0	-4.4	-40.5	-68.8	-119.1	NOPLAT 增长率	45.3%	31.2%	66.3%	42.5%	47.3%
资产减值损失	2.0	27.3	-5.3	-	-	投资资本增长率	7.2%	-2.9%	12.1%	-9.7%	-18.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	12.9%	14.9%	36.0%	37.9%	40.7%
投资和汇兑收益	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2						
营业利润	670.9	889.3	1,472.3	2,112.3	3,126.7	利润率					
加: 营业外净收支	-8.8	-22.6	2.0	-	2.0	毛利率	74.9%	76.6%	78.7%	79.4%	79.6%
利润总额	662.0	866.8	1,474.3	2,112.3	3,128.7	营业利润率	31.3%	29.5%	30.5%	31.3%	33.8%
减: 所得税	204.1	264.8	450.5	645.5	956.1	净利润率	16.6%	16.4%	19.5%	20.0%	21.6%
净利润	457.9	601.9	1,023.7	1,466.7	2,172.6	EBITDA/营业收入	32.9%	30.6%	30.2%	30.7%	32.9%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	31.2%	29.3%	29.7%	30.3%	32.5%
货币资金	707.6	1,081.1	2,119.4	3,468.4	5,468.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	74	54	34	27	20
应收账款	56.3	36.1	57.6	80.6	110.4	流动营业资本周转天数	114	79	50	36	19
应收票据	361.9	479.0	766.2	1,071.8	1,467.6	流动资产周转天数	299	287	289	330	361
预付账款	42.4	222.5	485.2	840.4	1,320.4	应收帐款周转天数	7	4	2	3	3
存货	808.2	1,015.9	1,481.7	2,003.7	2,707.5	存货周转天数	126	109	93	93	92
其他流动资产	0.0	0.0	-5.3	-5.3	-5.3	总资产周转天数	388	356	335	363	385
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	204	148	96	69	44
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	ROE	25.6%	29.2%	36.6%	38.0%	40.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	18.3%	17.4%	18.5%	18.1%	18.6%
固定资产	464.5	436.2	483.6	513.9	529.9	ROIC	39.0%	47.7%	81.7%	103.8%	169.4%
在建工程	8.5	118.3	71.6	43.5	26.7	费用率					
无形资产	29.7	28.4	28.5	28.6	28.7	销售费用率	17.0%	19.3%	22.0%	22.0%	20.0%
其他非流动资产	24.7	33.6	30.5	30.8	31.0	管理费用率	9.4%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
资产总额	2,508.6	3,455.8	5,523.7	8,081.3	11,690.2	财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.8%	-1.0%	-1.3%
短期债务	-	-	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	26.3%	29.2%	31.3%	31.1%	28.8%
应付账款	154.6	185.5	141.2	191.0	258.1	偿债能力					
应付票据	64.8	86.3	125.9	170.3	230.1	资产负债率	28.6%	40.4%	49.3%	52.2%	53.5%
其他流动负债	497.0	1,124.4	2,155.8	3,557.3	5,466.4	负债权益比	40.0%	67.8%	97.2%	109.2%	115.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.76	2.03	1.80	1.77	1.77
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.63	1.30	1.26	1.29	1.34
负债总额	716.4	1,396.2	2,723.0	4,218.6	6,254.6	利息保障倍数	#####	#####	-35.34	-29.69	-25.26
少数股东权益	143.6	133.0	214.9	332.2	506.0	分红指标					
股本	432.9	432.9	432.9	432.9	432.9	DPS(元)	0.40	0.50	0.65	0.94	1.39
留存收益	1,215.7	1,493.7	2,153.0	3,097.6	4,496.7	分红比率	48.8%	43.8%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,792.2	2,059.6	2,800.8	3,862.7	5,435.7	股息收益率	0.6%	0.8%	1.0%	1.5%	2.2%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	457.9	601.9	1,023.7	1,466.7	2,172.6	EPS(元)	0.82	1.14	2.18	3.12	4.62
加: 折旧和摊销	38.3	40.4	27.6	31.4	34.4	BVPS(元)	4.14	4.76	6.47	8.92	12.56
资产减值准备	2.0	27.3	-5.3	-	-	PE(X)	76.6	55.0	28.9	20.2	13.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.2	13.2	9.7	7.0	5.0
财务费用	-	-	-	-40.5	-68.8	P/FCF	-	51.2	24.9	18.3	12.2
投资收益	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	12.7	9.0	5.6	4.0	2.9
少数股东损益	102.9	107.4	81.9	117.3	173.8	EV/EBITDA	38.0	28.7	17.8	12.0	7.7
营运资金的变动	-100.5	207.4	3.6	289.7	426.7	CAGR(%)	47.4%	53.4%	43.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	448.4	814.8	1,090.8	1,836.1	2,688.3	PEG	1.6	1.0	0.7	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-37.2	-185.2	-31.9	-31.9	-31.9	ROIC/WACC	4.0	4.9	8.4	10.7	17.4
融资活动产生现金流量	-245.7	-256.0	58.0	-336.0	-480.6	REP	5.3	4.4	2.3	1.9	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034